

아모레G (002790)

화장품

박은정



02 3770 5597

eunjung.park@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	144,000원 (D)
현재주가 (7/20)	104,000원
상승여력	38%

시가총액	89,062억원
총발행주식수	88,901,950주
60일 평균 거래대금	115억원
60일 평균 거래량	93,095주
52주 고	158,500원
52주 저	103,000원
외인지분율	20.40%
주요주주	서경배 외 7 인 61.96%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(12.2)	(27.0)	(21.5)
상대	(9.4)	(21.1)	(16.3)
절대(달러환산)	(14.5)	(31.3)	(22.1)

이니스프리 성장 시작

투자의견 BUY, 목표주가 144,000원으로 13% 하향

아모레G에 대한 투자의견 BUY 유지, 목표주가를 166,000원에서 144,000원으로 하향한다. 목표주가 하향의 근거는 방한 중국인 가정 하향(기준 680만명 가정에서 560만명 유입으로 하향 조정)에 따라 주요 자회사인 아모레퍼시픽 실적을 하향 조정한 부분을 반영하였기 때문이다. 목표주가 144,000원은 주요 자회사 가치의 합을 통해 산출하였으며, 12MF EPS 4,001원에 Target P/E 36배를 적용한 수준이다. 실적 부진으로 2018년, 2019년 EPS를 각각 8%, 5% 하향하였다. 현재의 이익 추정치는 방한 중국인의 지표와 채널 회복 속도에 대한 기대를 낮춘 상황으로 추가적인 악재는 제한적으로 판단하여 투자의견 BUY 유지한다.

2Q18 Preview: 주요 자회사의 빛나는 실적

2분기 실적은 연결 매출 1조 6,288억원(YoY+15%), 영업이익 1,938억원(YoY+49%)를 전망하며 컨센서스 영업이익 2,171억원 대비 11% 하회할 것으로 예상한다.

▶ 아모레퍼시픽의 매출과 영업이익은 전년동기비 각각 +15%, +53% 성장을 전망한다. 면세점 매출은 전년동기비 +37% 증가를 추정하며, 중국법인 매출은 전년동기비 +18% 예상한다 ▶ 이니스프리의 매출과 영업이익은 전년동기비 각각 +15%, +47% 성장할 것으로 예상하며, 견고한 브랜드 이미지를 바탕으로 샤드 이슈 이후 처음으로 매출이 성장 전환할 것으로 보인다. 텐어라운드 중이나 아직까지는 2016년 분기 매출 수준을 넘어서지는 못한 상황이다. ▶ 에뛰드의 경우 이니스프리 대비 개선 속도가 아쉽다. 매출은 전년동기비 +6% 성장하고, 적자가 지속될 것으로 예상한다. ▶ 아모스프로페셔널의 매출과 영업이익은 전년동기비 각각 +20%, +20% 성장할 것으로 보이며, 면세점에서의 판매수량을 소폭 완화함으로써 수요가 상승했을 것이다.

이니스프리 중심으로 회복, 2018년 Post China를 찾아서

2018년 연결 매출 6조 6,534억원(YoY+10%), 영업이익 8,910억원(YoY+22%)를 전망한다. 핵심 자회사 아모레퍼시픽의 매출과 영업이익이 각각 11%, 26% 성장을 가정하고, 이니스프리의 매출과 영업이익은 9%, 17% 성장을 예상한다.

아모레G는 이니스프리의 내수 점유율 확대와 중국에서의 고성장으로 아모레퍼시픽 대비 프리미엄을 받았으나, 현재는 국내와 중국에서의 경쟁 심화로 유사한 가치를 받고 있다. 최근 H&B 스토어의 출점 둔화로 내수 시장은 점차 안정화되어 추가적인 악재는 제한적일 것으로 판단하며, 향후 미국에서의 성과가 동사의 기업가치 상승에 기여할 것으로 전망한다.

Quarterly earning forecasts

	2Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	16,288	15.3	-2.1	16,278	0.1
영업이익	1,938	48.7	-30.3	2,171	-10.7
세전계속사업이익	1,995	41.0	-30.0	2,164	-7.8
지배순이익	626	37.2	-29.8	748	-16.3
영업이익률 (%)	11.9	+2.7 %pt	-4.8 %pt	13.3	-1.4 %pt
지배순이익률 (%)	3.8	+0.6 %pt	-1.6 %pt	4.6	-0.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	66,976	60,291	66,534	77,135
영업이익	10,828	7,315	8,910	11,630
지배순이익	3,424	2,026	2,876	3,681
PER	35.6	54.8	30.3	23.6
PBR	4.7	3.9	2.7	2.4
EV/EBITDA	10.5	13.1	9.1	7.2
ROE	12.8	7.0	9.2	10.8

자료: 유안타증권

아모레 G 연결 실적추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F
연결 매출액	6,697.6	6,029.1	6,653.4	1,855.4	1,413.0	1418.66	1,342.1	1,664.3	1,628.8	1,724.7	1,635.9
아모레퍼시픽	5,645.4	5,123.8	5,711.0	1,569.1	1,205.0	1,209.9	1,140.0	1,431.6	1,389.9	1,475.8	1,413.7
이니스프리	767.9	642.1	696.8	198.4	153.5	141.2	149.0	162.7	177.2	179.3	177.5
에뛰드	316.6	259.0	260.6	81.3	58.6	61.4	57.7	64.8	62.4	68.2	65.3
에스쁘아	37.9	43.2	48.7	12.5	9.8	10.2	10.7	12.4	12.6	12.1	11.6
아모스프로페셔널	79.2	83.3	90.7	25.7	20.7	20.4	16.5	25.9	24.8	22.1	17.8
에스트라	103.4	114.1	123.2	27.7	34.8	26.8	24.8	28.2	38.3	29.5	27.3
% YoY	매출액	18%	-10%	10%	5%	-18%	-14%	-14%	-10%	15%	22%
	아모레퍼시픽	18%	-9%	11%	6%	-17%	-14%	-13%	-9%	15%	22%
	이니스프리	30%	-16%	9%	6%	-28%	-20%	-22%	-18%	15%	27%
	에뛰드	23%	-18%	1%	0%	-31%	-19%	-23%	-20%	6%	11%
	에스쁘아	26%	14%	13%	47%	9%	10%	-4%	-1%	29%	19%
	아모스프로페셔널	23%	5%	9%	18%	7%	0%	-6%	1%	20%	9%
	에스트라	12%	10%	8%	14%	6%	7%	17%	2%	10%	10%
매출총이익	5,056.7	4,414.9	4,928.4	1,408.4	1,015.5	1016.07	974.9	1,233.9	1,203.6	1,269.8	1,221.1
판매관리비	3,973.9	3,683.5	4,037.4	1,029.9	885.1	883.72	884.7	955.8	1,009.8	1,032.2	1,039.6
영업이익	1,082.8	731.4	891.0	378.5	130.4	132.35	90.3	278.1	193.8	237.5	181.5
아모레퍼시픽	848.1	596.4	751.5	316.8	101.6	101.1	76.9	235.9	155.7	203.2	156.7
이니스프리	196.5	107.9	133.8	46.3	22.2	20.5	18.9	32.9	32.7	36.8	24.3
에뛰드	29.5	4.2	(1.9)	8.8	(0.5)	(0.7)	(3.4)	(1.5)	(2.4)	0.6	1.4
에스쁘아	(1.0)	(1.8)	(1.5)	0.5	(1.0)	(0.6)	(0.7)	0.0	(0.7)	(0.3)	(0.5)
아모스프로페셔널	16.1	17.6	19.3	7.3	4.4	4.6	1.3	7.6	5.3	5.0	1.4
에스트라	2.1	3.3	2.9	1.2	2.8	0.3	(1.0)	1.1	3.0	0.2	(1.4)
% YoY	영업이익	19%	-32%	22%	-10%	-58%	-40%	-33%	-27%	49%	79%
	아모레퍼시픽	10%	-30%	26%	-6%	-58%	-40%	-25%	-26%	53%	101%
	이니스프리	56%	-45%	24%	-11%	-65%	-45%	-58%	-29%	47%	80%
	에뛰드	1183%	-86%	적전	-28%	적전	적전	적지	적전	적지	흑전
	에스쁘아	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	na	적지	적지
	아모스프로페셔널	22%	9%	10%	24%	-8%	5%	30%	4%	20%	9%
	에스트라	흑전	57%	-11%	140%	-7%	-25%	적지	-8%	8%	-43%
당기순이익	811.5	489.6	694.6	266.2	100.0	102.5	20.9	216.0	151.6	184.8	142.2
지배주주순이익	342.4	202.6	286.7	105.9	45.6	42.6	8.5	89.2	62.6	76.3	58.7
% Margin	매출총이익률	76%	73%	74%	76%	72%	72%	73%	74%	74%	75%
	영업이익률	16%	12%	13%	20%	9%	9%	7%	17%	12%	14%
	아모레퍼시픽	15%	12%	13%	20%	8%	8%	7%	16%	11%	14%
	이니스프리	26%	17%	19%	23%	14%	15%	13%	20%	18%	21%
	에뛰드	9%	2%	-1%	11%	-1%	-1%	-6%	-2%	-4%	1%
	에스쁘아	-3%	-4%	-3%	4%	-10%	-6%	-7%	0%	-5%	-3%
	아모스프로페셔널	20%	21%	21%	28%	21%	23%	8%	29%	21%	23%
	에스트라	2%	3%	2%	4%	8%	1%	-4%	4%	8%	1%

자료: 유안타증권 리서치센터

연간 실적 변동표				(단위: 십억원, %, %p)		
	수정전		수정후		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	6,918	7,885	6,653	7,714	-4%	-2%
영업이익	973	1,224	891	1,163	-8%	-5%
영업이익률	14%	16%	13%	15%	-1%p	0%p
지배주주순이익	313	387	288	368	-8%	-5%
순이익률	5%	5%	4%	5%	0%p	0%p
EPS	3,772	4,664	3,459	4,436	-8%	-5%

자료: 유안타증권 리서치센터

아모레 G SOTP Valuation							(단위: 십억원)
	가치	지분율	장부가	2018년 매출액	2018년 순이익	비고	
아모레퍼시픽(보통주+우선주) (A)	7,695						
아모레퍼시픽	7,525	35		5,711	561	아모레퍼시픽 지분율 반영, 20% 할인	
아모레퍼시픽(우)	170	14				시총에 지분율 적용, 20% 할인	
주요 계열사 가치(B)	2,893						
이니스프리 가치	2,565	82	16	697	105	2018년 순이익, PER 30배, 지분율	
아모스프로페셔널 가치	254	100	24	91	13	2018년 순이익, PER 20배, 지분율	
에스트라 가치	74	100	66	123	4	2018년 순이익, PER 20배, 지분율	
기타 계열사 가치(C)	194						
퍼시픽글라스	43		43		1	PBR 1배	
퍼시픽패키지	36		36		6	PBR 1배	
오설록농장(구.장원)	42		42		1	PBR 1배	
코스비전	74		74		5	PBR 1배	
유형자산(D)	20					1Q18 별도기준	
순현금(E)	298					1Q18 별도기준	
소계(A)+(B)+(C)+(D)+(E)	11,101						
주식수(F, 천주)	76,908					자기주식수 감안	
주당 적정가 (A)+(B)+(C)+(D)+(E)/(F)	144,000						
12M Fwd Implied PER(X)	36						

자료: 유안타증권 리서치센터

아모레 G (002790) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	66,976	60,291	66,534	77,135	87,808
매출원가	16,409	16,141	17,250	19,267	21,261
매출총이익	50,567	44,149	49,284	57,868	66,547
판관비	39,739	36,834	40,374	46,238	52,657
영업이익	10,828	7,315	8,910	11,630	13,889
EBITDA	13,038	9,998	11,280	13,737	15,762
영업외손익	55	-332	239	228	218
외환관련손익	-7	-292	-193	-193	-193
이자손익	238	209	221	210	199
관계기업관련손익	16	11	11	11	11
기타	-193	-261	200	200	200
법인세비용차감전순손익	10,883	6,983	9,149	11,859	14,107
법인세비용	2,767	2,088	2,200	2,965	3,527
계속사업순손익	8,115	4,895	6,949	8,894	10,580
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	8,115	4,895	6,949	8,894	10,580
지배지분순이익	3,424	2,026	2,876	3,681	4,379
포괄순이익	7,925	4,813	6,866	8,811	10,498
지배지분포괄이익	3,328	2,024	2,887	3,705	4,415

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	29,426	25,260	33,371	42,275	52,325
현금및현금성자산	9,690	12,077	19,336	26,795	35,389
매출채권 및 기타채권	3,604	3,897	4,122	4,763	5,408
재고자산	4,782	4,576	5,050	5,854	6,664
비유동자산	41,458	48,092	45,723	43,616	41,744
유형자산	27,739	32,470	30,100	27,994	26,122
관계기업등 지분관련자산	67	50	50	50	50
기타투자자산	400	480	480	480	480
자산총계	70,884	73,352	79,094	85,891	94,069
유동부채	13,211	11,708	12,062	12,471	12,880
매입채무 및 기타채무	6,373	5,883	5,952	6,078	6,202
단기차입금	2,057	1,781	2,065	2,349	2,633
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2,004	2,324	2,778	3,233	3,687
장기차입금	0	429	883	1,338	1,792
사채	0	0	0	0	0
부채총계	15,215	14,033	14,840	15,704	16,567
지배지분	28,332	29,973	32,466	35,464	39,160
자본금	445	445	445	445	445
자본잉여금	6,956	6,956	6,956	6,956	6,956
이익잉여금	22,510	24,226	26,802	29,882	33,661
비지배지분	27,336	29,347	31,788	34,723	38,342
자본총계	55,669	59,320	64,254	70,187	77,502
순차입금	-16,004	-11,847	-18,369	-25,089	-32,944
총차입금	2,087	2,210	2,948	3,686	4,424

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	8,767	5,897	8,155	9,299	10,740
당기순이익	8,115	4,895	6,949	8,894	10,580
감가상각비	2,210	2,683	2,370	2,106	1,872
외환손익	-68	133	193	193	193
증속,관계기업관련손익	0	0	-11	-11	-11
자산부채의 증감	-2,126	-1,450	-1,788	-2,326	-2,337
기타현금흐름	636	-363	443	443	443
투자활동 현금흐름	-8,141	-2,435	-1,670	-433	284
투자자산	-1,353	1,668	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-6,023	-8,466	-5,644	-3,763	-2,508
유형자산 감소	18	39	0	0	0
기타현금흐름	-782	4,324	3,974	3,329	2,792
재무활동 현금흐름	-989	-873	-340	-340	-340
단기차입금	1,088	284	284	284	284
사채 및 장기차입금	-738	4	454	454	454
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-997	-1,174	-1,091	-1,091	-1,091
기타현금흐름	-341	13	13	13	13
연결범위변동 등 기타	21	-203	1,115	-1,068	-2,090
현금의 증감	-341	2,386	7,260	7,488	8,594
기초 현금	10,032	9,690	12,077	19,336	26,795
기말 현금	9,690	12,077	19,336	26,795	35,389
NOPLAT	10,828	7,315	8,910	11,630	13,889
FCF	2,135	-2,105	1,704	4,740	7,444

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

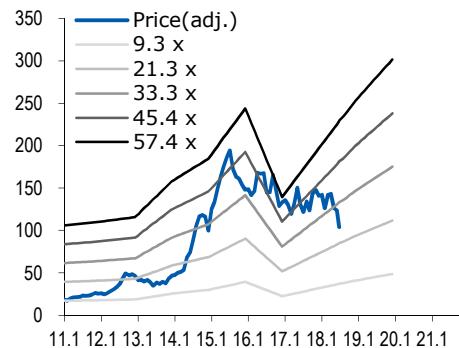
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	4,248	2,429	3,431	4,408	5,254
BPS	31,869	33,714	38,979	42,579	47,016
EBITDAPS	14,666	11,246	12,688	15,451	17,729
SPS	75,336	67,817	74,839	86,764	98,769
DPS	460	360	360	360	360
PER	35.6	54.8	30.3	23.6	19.8
PBR	4.7	3.9	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	10.5	13.1	9.1	7.2	6.0
PSR	2.0	2.0	1.4	1.2	1.1
재무비율					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	18.3	-10.0	10.4	15.9	13.8
영업이익 증가율 (%)	18.5	-32.4	21.8	30.5	19.4
지배순이익 증가율 (%)	31.5	-40.8	41.9	28.0	19.0
매출총이익률 (%)	75.5	73.2	74.1	75.0	75.8
영업이익률 (%)	16.2	12.1	13.4	15.1	15.8
지배순이익률 (%)	5.1	3.4	4.3	4.8	5.0
EBITDA 마진 (%)	19.5	16.6	17.0	17.8	18.0
ROIC	24.3	13.4	16.7	22.1	26.9
ROA	5.2	2.8	3.8	4.5	4.9
ROE	12.8	7.0	9.2	10.8	11.7
부채비율 (%)	27.3	23.7	23.1	22.4	21.4
순차입금/자기자본 (%)	-56.5	-39.5	-56.6	-70.7	-84.1
영업이익/금융비용 (배)	240.7	155.3	141.8	148.0	147.3

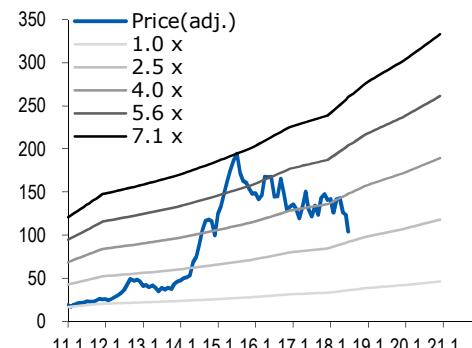
P/E band chart

(천원)



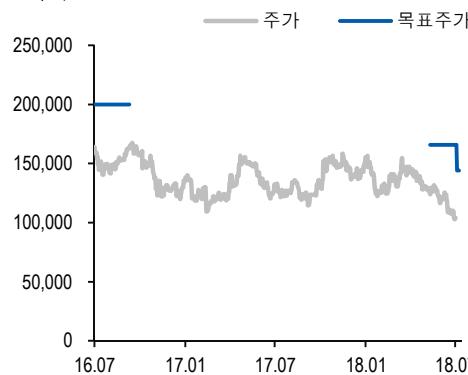
P/B band chart

(천원)



아모레 G (002790) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를		
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비	
2018-07-23	BUY	144,000	1년			
2018-05-30	BUY	166,000	1년	-29.14	-20.78	담당자 변경
2017-02-02			1년 경과 이후		-32.57	-20.75
2016-02-02	BUY	200,000	1년	-29.32	-12.75	

자료: 유안타증권

주: 괴리를 $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	2.2
Buy(매수)	84.9
Hold(중립)	12.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-07-20

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박은정)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

